

# 菲律宾债券市场的现状、问题与发展趋势

周 波 涛

东亚债券市场按照发展水平可以划分为 3 个层次：属于第一层次的有香港和新加坡，属于第二层次的有韩国、马来西亚和泰国，属于第三层次的有印度尼西亚和菲律宾。在东亚这些国家中，菲律宾的发展情况较为特殊：债券市场在 70 年代初就开始起步，而且在亚洲是除日本和中国外的最大外币债券发行国。但是，1997 年亚洲金融危机后，在东亚其他国家（如马来西亚和泰国等）债券市场迅速发展起来的时候，菲律宾债券市场却停滞不前。是什么因素导致了菲律宾债券市场的发展滞后，这是一个值得探究的问题。

## 一、菲律宾债券市场发展的现状

菲律宾债券市场主要包括国债市场和企业债券市场。从整体发展情况看，国债在债券市场占有绝对优势，企业债券市场很不发达。菲律宾国债市场作为弥补财政赤字的一种途径，在菲律宾债券市场中一直占据主导地位。2002 年末，企业债券的规模只占菲律宾债券市场的 7%，只有两个公司的债券在菲律宾证券交易委员会（SEC）进行了注册和登记。企业发行的债务证券以期限小于一年的商业票据的形式为主，而商业票据在菲律宾的利用也是有限的，2003 年商业票据发行额对 GDP 的比例约为 1.5%，比泰国的 10.6%、马来西亚的 41.7% 要小得多。菲律宾债券市场的主要组成部分如下：

### 1. 债券市场的投资者

菲律宾债券市场的主要投资者是中央银行以及商业银行和信托基金等金融机构。1993 年菲律宾中央银行破产后，政府通过国债向其注入资本，中央银行持有大量的短期国债等政府债券。商业银行是债券市场最大的投资者，至 2002 年末，持有约 5400 亿比索（104.64 亿美元）的政府债券（占银行资产总额的 17%），大约占据了债券市场的 1/3。在菲律宾，存款和贷款的利率实现了自由化，银行的存贷款利率在很大程度上参照期限为 91 天或 365 天的政府债券利率来确定。2001 年 7 月菲律宾普通银行法规定，商业银行总体的资本充足率要达到 10%，其中核心资本充足率要达到 5%。菲律宾中央银行对商业银行持有的长期政府债券不要求提取准备金，这种规定对很多没有满足 10% 资本充足率要求的银行来说极具吸引力。这是促使银行大量持有政府债券的重要原因。出于监管和交易成本上的考虑，商业银行倾向于将债券持有至到期，影响了二级市场的流通性。政府债券的投资者还包括信托投资基金和养老基金，至 2003 年末，信托投资基金共持有 50.36 亿美元政府债券，占债券市场

总量的 17.7%，养老基金持有 6.85 亿美元的政府债券。

## 2. 债务投资工具

菲律宾债券市场的主要投资工具是短期和长期政府债券，主要包括普通政府债券，还有为满足机构投资者的特殊要求而创立的债务工具。其中普通政府债券包括固定利率中期国债、短期国债、与美元挂钩的比索凭证等。固定利率中期国债是财政部发行的，期限为 2、3、4、5、7、10 和 20 年，每半年付息的债券凭证，它是财政部门最重要的融资手段之一。在菲律宾政府制定延长政府债券期限的财政目标情况下，近几年来固定利率中期国债的地位越来越重要。短期国债主要包括期限为 91 天、182 天和 365 天的短期债券，其中期限短于 91 天的债券又称现金管理债券，它为菲律宾债券市场提供了重要的基准收益率。与美元挂钩的比索凭证是一种以比索记价的国债凭证，债券的净值随比索兑美元汇率的变化而变动，菲律宾政府一直很少使用这种债务工具，至今只有 4 次发行了这种凭证。债务创新工具主要包括零售国债、固定利率期票等。

## 3. 发行和流通市场

经菲律宾证券委员会和中央银行批准认可的证券交易商通过公开竞价的方式参与政府债券的拍卖，其它的金融机构通过非竞价方式参与。合格的证券交易商必须通过债券的自动拍卖处理系统和无纸化证券注册系统进行交易。在发行市场上，国债的监管由财政部下属的国库局负责，公司债券的监管则由菲律宾证券交易委员会实施。菲律宾二级债券市场统一由菲律宾证券交易委员会和中央银行监管。在市场自律组织、菲律宾货币市场协会的帮助下，二级市场的透明度和价值发现机制最近几年取得了显著的进步和改善。

# 二、菲律宾债券市场的特征

1997 年亚洲金融危机后，伴随东亚各国债券市场发展的浪潮，菲律宾债券市场也得到了一定程度的发展。2003 年菲律宾债券市场的规模为 315 亿美元，占当年 GDP 的 33.4%，并超过股票市场成为菲律宾金融体系中除银行体系以外的第二大组成部分。菲律宾债券市场具有独特的发展特征，主要表现在以下几个方面：

## 1. 起步早而发展速度缓慢

1997 年亚洲金融危机后，东亚各国在经济的重组和调整过程中出现了大量的资金缺口和财政赤字，在这种情况下，债券市场作为金融体系改革的一项主要内容和解决资金需求的一条重要途径而得到各国政府的大力扶持，从而迅速发展起来。发展时间短，发展迅速和政府扶持是东亚债券市场发展的重要特征。菲律宾债券市场是东亚债券市场发展的一个特例，70 年代初，菲律宾政府处于正常的财政赤字，为填补赤字，菲律宾政府开始启动国债市场。在此后的 20 多年时间里，菲律宾债券市场一直稳定而缓慢地增长。1993 年，菲律宾中央银行破产，为了增加对其资本的注入，菲律宾政府增加了国债的发行。在这种情况下，为稳定地消化国债，菲律宾政府开始致力于国债市场的整顿和发展。1993 年末，菲律宾债券市场的容量就达到 6365 亿比索（235 亿美元）。在亚洲金融危机中，菲律宾相对东亚其它国家所受冲击较小，因而财政支出的扩大和金融机构注入资本的必要性也较小。危机后在东亚各国政府纷纷大力扶持本国债券市场发展的时候，菲律宾政府虽然也采取了一定措施以促进菲律宾债券市场的发展，但是无论从发行规模还是发行速度上都逊于其它国家，1997 年危机

后即明显落后于后起的马来西亚和泰国等国的债券市场。至 2003 年末, 菲律宾债券市场的容量仅为 314.78 亿美元, 相比 1993 年 235 亿美元的债券规模, 10 年间增长极为缓慢。

## 2. 大规模的外币债券发行和落后的国内债券市场并存

菲律宾政府自 70 年代初就一直存在着财政赤字的问题, 由于国内落后的金融市场无法满足政府大量的融资需求, 因而菲律宾的外币债券市场就以较快的速度发展起来。外币债券融资在解决菲律宾的融资问题中一直起着重要的作用。2002 年末, 菲律宾在亚洲是除日本外规模最大的外币债券发行国, 随着中国发行外币债券的增多, 2003 年末, 菲律宾退为亚洲第三大外币债券发行国, 新发行外币债券 30.38 亿美元, 外币债券的总容量为 148.95 亿美元。1997 年后在整个东亚大力发展债券市场的大环境下, 菲律宾国内债券市场开始得到了较快的发展, 虽然国内债券市场的容量超过了外币债券, 但菲律宾国内债券市场仍属于东亚债券市场中不发达的一例。2003 年末, 其债券市场总额为 314.78 亿美元, 占 GDP 的比例为 39.1%, 同期韩国为 3809 亿美元 (占当年 GDP 的 82.5%), 马来西亚为 827 亿美元 (占 GDP 的 86.9%), 泰国为 473 亿美元 (占 GDP 的 39.4%)。2004 年 4 月, 菲律宾政府的财政赤字为 646.71 亿比索, 预计全年的财政赤字将达到 1978 亿比索, 为解决财政问题, 加上国际资本市场的低利环境, 菲律宾政府计划进一步扩大外币债券的发行, 预计菲律宾外币债券的发行在 2004 年会有新的突破。

## 3. 国债是中央银行主要的金融调节工具

在菲律宾, 中央银行的金融调节手段有公开市场业务、存款准备率业务、窗口再贴现业务、中央银行贷款业务等, 其中公开市场业务是最重要的政策手段。菲律宾中央银行通过在证券市场上公开买卖各种政府证券, 特别是短期政府债券, 来影响基础货币和利率水平。基本的操作过程是菲律宾中央银行根据经济发展的形势, 当经济过热需要收缩银根时, 就卖出政府债券, 反之, 则买进政府债券。中央银行在出售政府债券时, 购买者无论是商业银行还是其他机构, 经过票据交换和清算后, 必然导致银行体系的准备金减少, 准备金的减少通过货币乘数的作用就减少了货币供给量。同时中央银行大量出售债券, 会使债券价格下跌, 从而达到降低市场利率的效果。在菲律宾, 中央银行和商业银行是政府债券的主要持有者, 商业银行在金融体系中占据主导地位, 买卖政府债券就成为菲律宾中央银行最有效和灵活的货币政策工具。另外, 菲律宾中央银行还通过政府债券隔日的回购利率和逆回购利率来进行金融调控, 它们是表示中央银行金融政策姿态的利率, 为取得告示效应, 每次进行变更时, 中央银行都加以公布。在银行同业市场中, 资金剩余的金融机构在向中央银行和其他金融机构隔日贷出资金时, 参照中央银行的逆回购利率定价。因而中央银行的政策利率引导了银行同业拆借利率, 进而对银行贷款利率也产生影响。

## 4. 企业债券的角色为商业票据所代替

菲律宾债券市场的结构很不平衡, 国债占据债券市场的绝大部分, 企业债券的比例很小, 多数企业的债务证券以不超过一年的商业票据的形式为主。2002 年末, 商业票据市场的规模接近企业债券市场的 3 倍。这主要是因为菲律宾商业票据的发行条件比较宽松, 企业不需要提供担保, 也不需要进行信息披露, 而发行公司债券一般都要提供抵押或担保和进行信息披露, 而且根据菲律宾公司法的规定, 发行公司债券需要三分之二以上的股东同意, 而发行商业票据只要经董事会批准即可, 因而与公司债券相比, 商业票据的灵活性和可操作性较强。这样企业在进行债务融资时, 就会偏向于选择发行商业票据, 而不是利用公司债

券。但是商业票据在通常情况下是通过私人契约形成的，具有契约的不规范性、软约束性特征。而企业债券是一种公众契约，具有契约的规范性和硬约束性特征。菲律宾企业偏向于通过商业票据而不是企业债券来支持企业的中长期资金需求，用短期票据的借贷来满足企业中长期资金要求，会造成潜在的流动性风险和信用风险集中的危险。

### 三、菲律宾债券市场存在的问题

菲律宾是东亚国家中较早发展债券市场的国家，而且在亚洲是除日本和中国以外最大的外币债券发行国，但债券市场的建设却逐渐落后于东亚其他国家，除了宏观的经济和政治因素外，菲律宾债券市场自身存在的弊端也制约了其自身的发展。通过对菲律宾债券市场发展的现状和特征的分析可以看出菲律宾债券市场主要存在以下这些问题：

#### 1. 债券市场缺乏统一有效的结算系统

政府债券都通过无纸化证券注册系统进行结算，无纸化证券注册系统为政府债券提供电子化的结算。国债在流通市场进行买卖时，通过无纸化证券注册系统进行所有权的转让，当天证券的结算净额传到中央银行，然后利用中央银行的结算帐户进行资金的决算。目前菲律宾债券结算系统仍不是一个实时结算系统，通过无纸化证券注册系统进行的债券所有权的转让和中央银行的资金决算并不同步。在公司债券市场上，债券的结算独立进行，目前在菲律宾还没有集中的公司债券清算系统。在商业票据市场上，没有集中的登记机构，也没有采取无票据形式。商业票据以实际票面的形式发行，流通市场买卖的结算通过发行者指定的代理人进行。因此商业票据的结算不仅需要时间和成本，而且还有票据丢失的风险。因而在菲律宾债券市场上，清算系统不仅存在着政府债券交割和清算的不同步问题，而且有国债和公司债券、商业票据的清算分开的问题。菲律宾债券市场缺乏统一有效的清算系统，增加了市场风险，降低了债券市场的流动性。

#### 2. 交易成本高

在菲律宾，债券交易附带的各种交易费用使交易成本上升，限制了交易的正常进行，降低了二级市场的流通性。税收方面，在 2004 年 2 月之前，在菲律宾发行和购买债券时，都要交纳票面价值的 0.15 % 的单据印花税，同时对持有债券产生的利息收入课以收入总额税和 20 % 的预扣税。尤其是单据印花税，每次买进债券都要加以征收，因此，提高了流通市场债券的买卖成本，使投资者倾向于将债券持有至到期。存款准备率方面，中央银行将回购交易视作存款替代物，对银行通过回购交易筹集的资金实行 16 % 的存款准备率限制，加上单据印花税和预扣税，回购交易的成本非常高，限制了交易量的增加。为了规避这种成本，在菲律宾，资产交换形式已取代了正式的回购交易。资产交换行为一律不用书面上的合同，在表面上采取债券直接买卖的形式，但实际上是凭口头约定进行日后买回、卖回的交易。这种交易虽然避免了交易的高成本，但是风险很大，是一种不健全的交易。

#### 3. 债券市场的机构投资者规模小

机构投资者在债券市场的发展中起着非常重要的作用，对成功推进资产证券化也极为关键。机构投资者在债券市场的发展中扮演的角色主要包括：有效地聚集长期资金，缓解和分散风险，降低对商业银行的依赖性，进行金融创新，保持债券市场的透明度和保护小投资者的利益等。

菲律宾债券市场的机构投资者主要包括养老基金、寿险公司和投资基金。2003 年末, 菲律宾养老基金的资产总额为 71.94 亿美元, 寿险公司的资产总额为 28.1 亿美元, 投资基金的资产总额为 116 亿美元, 三大机构投资者的资产总额合计仅为 216.04 亿美元, 其中 66.12 亿美元投资于菲律宾国内债券市场。在东亚国家中, 菲律宾的机构投资者规模是除印度尼西亚以外最小的国家, 机构投资者规模最大的韩国的资产合计为 2 909.15 亿美元, 后起的马来西亚的机构投资者资产规模也达到了 583.9 亿美元。菲律宾的机构投资者数量少、规模小, 在债券市场上的投资也有限, 这使得机构投资者在债券市场中本应发挥的作用失去效应。

## 四、菲律宾政府改善债券市场基础设施的展望

1997 年亚洲金融危机后, 东亚各国都采取措施扶持国内债券市场的发展。在这种大环境的推动下, 菲律宾政府也积极采取措施改善债券市场的基础设施。

### 1. 设立债券交易所

1998 年菲律宾中央银行在制定发展资本市场的规划时, 提出了建立菲律宾债券交易所的计划, 资本市场开发委员会和菲律宾证券交易委员会等政府和民间组织都支持这一计划。在这个计划下, 除了发行短期政府债券、中长期政府债券外, 还预定让公司债券、商业票据和资产支持证券等上市并进行电子化交易, 同时这一计划还包括统一政府债券、公司债券和商业票据的支付和清算系统, 提高清算的效率和加强安全性等措施。债券交易所的设立可以加强交易信息和交易惯例的透明度, 提高流通市场的效率。

### 2. 降低交易成本

菲律宾资产交换协议作为回购协议的替代形式, 增加了市场风险, 是一种不正规和不健全的交易方式, 已引起了菲律宾中央银行等机构的关注。为活跃回购交易市场和规范资产交换行为, 菲律宾政府目前正探讨取消对金融机构回购交易实行存款准备率的规定, 并着手制定资产交换的交易规则。菲律宾政府还用新设置的增值税和金融机构税替代债券交易的收入总额税。在菲律宾资本市场开发委员会的推动下, 2004 年 2 月, 财政部审议通过了新的单据印花税法, 暂时取消在二级债券市场上按交易债券面值的 0.15 % 征收的单据印花税。同时对政府债券免征资本利得税, 对其它类型的债券征收 5 %—10 % 不等的资本利得税。

### 3. 扩大投资者基础

菲律宾政府采取措施积极扩大债券的持有者, 除了中央银行、金融机构外, 政府还努力培育机构投资者和个人投资者。

菲律宾政府模仿美国社会保险计划模式建立社会保险体系和政府服务保险体系, 这两个体系是由政府管理的养老基金, 其中社会保险体系专门针对私有部门雇员, 政府服务保险体系针对政府部门的公务员。菲律宾政府鼓励养老基金参与债券市场, 如对养老基金免去债券交易的单据印花税, 允许通过场外交易市场投资政府债券等。在政府措施的鼓励下, 到 2003 年末, 养老基金共拥有 71.91 亿美元的资产, 其中的 6.85 亿美元是政府债券形式 (约占其资产总额的 10 %)。除此之外, 政府还积极鼓励寿险公司投资于债券市场, 到 2003 年末, 寿险公司在菲律宾债券市场上共投资 8.91 亿美元, 而且是 10—25 年长期债券市场上主要的持有至到期的投资者。

另一方面，个人投资者的培养也是中长期的课题。为了扩大个人投资者基础，菲律宾政府从 2001 年 4 月开始发行首批零售国债，共募集资金 7.45 亿美元。这种短期债券最小的投资额为 5 000 比索，每季度进行偿付。零售国债很受个人投资者的欢迎，达到了 10 倍以上超额认购，显著地改变了整个市场的投资者结构。至 2003 年底，菲律宾政府共发行 38.14 亿美元的零售国债（占当年全部债券发行总额的 12 % 以上），零售国债已逐渐成为政府重要的筹资工具。<sup>⑪</sup>

总体而言，今后几年，在政府能够保证实施预算方面的措施的前提下，菲律宾债券市场将会取得很大的进展。

---

## 注 释：

东亚债券市场，本文以其中的新加坡、香港、韩国、马来西亚、泰国、菲律宾、印度尼西亚为代表。

本文对菲律宾债券市场的研究以国内债券市场为研究对象，文中除特别指明为外币债券市场外，所说的菲律宾债券市场均指菲律宾国内债券市场。

数据来源：<http://www.treasury.gov.ph>，<http://www.bis.org>。

Raul Fabella, *Bond Market Development in East Asia: Issues and Challenges* [EB/OL]. <http://www.adb.org/Documents/ERD/Working-Papers/wp035.pdf>, January 2003.

桥本将司，《菲律宾债券市场的现状与展望》，《南洋资料译丛》，2003 年第二期。

数据来源：<http://www.treasury.gov.ph>，<http://www.bip.orv.ph>。

数据来源：<http://www.dof.gov.ph>。

高安建一，《亚洲各国的公债管理》，《南洋资料译丛》，2003 年第一期。

数据来源：<http://www.gov.ph>。

Asian Development Bank, *The Asian Bond Markets and the Institutional Investor Base* [EB/OL]. <http://www.adb.org/Documents/Reports/HarmonizationBondMarketRulesRegulations/chap3.pdf>, 2003.

⑪数据来源：<http://www.bsp.prg.ph>，<http://www.adb.org>。

（作者单位：厦门大学东南亚研究中心世界经济专业硕士研究生）

〔责任编辑：王士录〕